

## 教育业务高速增长，资产处理助力业绩

■**事项**：公司发布2019年业绩预告，预计2019年归属上市公司股东净利润3000万元-4000万元。公司实现非经常性损益约20,000万元，主要是公司基于优化资产结构，提升资产质量，处置了部分公司资产导致。

■**教育业务高速增长，学校结余整体转正**。海淀凯文和朝阳凯文2018-2019学年在校生1221人，预计2019-2020学年在校生约1800人，按照生均贡献的营业收入25万元计算，预计2019-2020学年在校生能够带来45000万元的营业收入。公司教育业务高速增长，办学结余整体转正。2019年1-6月公司教育业务实现营业收入13920万元，同比增长70%；实现办学结余2291万元，累计办学结余-87万元，全年来看累计办学结余将转为正值，有利于公司可持续办学。

■**老校盈利拐点来临，新校筹备值得期待**。随着教育业务规模的扩大，公司教育业务毛利率“由负转正”，考虑到资产处置和定增对财务费用的积极影响，以及2020-2021学年入学的新生对营业收入的贡献，预计2020年公司大概率实现经营性盈利，老校盈利拐点来临，未来业绩有望逐年加速释放。同时，公司积极筹备新校，2019年4季度公司加大了新学校筹备投入，预计2020年或2021年公司将开出新校，彰显出公司办学模式具有可复制性，且打开了未来成长空间。

■**办学能力逐年增强，协调效应有望形成**。2016年海淀凯文正式开学，开设高中阶段AP课程，并与清华附中国际部深度合作，海淀凯文快速成长为北京国际学校市场的重要力量。2017年朝阳凯文正式开学，高中阶段开设IBDP课程，并完全自主办学，迅速抢占朝阳教育市场。目前，公司办学能力逐年提高，尤其是在办学质量、课程内容和师资积累等都得到正向发展。同时，凯文学校为校内外学生提供体育、艺术、科技和营地等教育服务，逐步形成教育产业链的协调效应。

■**资产处置成功扭亏，物业重估值得期待**。2019年公司出售了文

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**11.75元**  
股价(2020-01-22) **6.44元**

### 交易数据

|           |            |
|-----------|------------|
| 总市值(百万元)  | 3,210.77   |
| 流通市值(百万元) | 3,210.74   |
| 总股本(百万股)  | 498.57     |
| 流通股本(百万股) | 498.56     |
| 12个月价格区间  | 5.96/9.61元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | -9.07 | -27.4 | -56.71 |
| 绝对收益 | 3.04  | -7.34 | -9.93  |

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005  
sudy@essence.com.cn  
021-35082325

### 相关报告

- 凯文教育：教育业务持续高增，未来发展值得期待/苏多永 2019-10-28
- 凯文教育：出售物业盘活存量资产，招生顺利业绩拐点来临/苏多永 2019-10-20
- 凯文教育：定向过会加码素质教育，招生顺利业绩释放在即/苏多永 2019-09-01
- 凯文教育：教育业务持续高增，体育艺术值得期待/苏多永 2019-08-16
- 凯文教育：教育业务持续高速增长，扭亏在即成长前景可期/苏多永 2019-07-15

凯兴旗下的一栋物业，建筑面积约 21811 平方米，出售价格 53032 万元，非经常性损益约 20000 万元，助力 2019 年公司扭亏为盈，预计 2019 年公司归母净利润 3000 万元-4000 万元。同时，文凯兴旗下还有三栋物业，单栋建筑面积基本相当，其中一栋自用，两栋对外出租。若按照出售物业的价值计算，预计剩余三栋物业的重估价值约 16 亿元，远远高于当前的持有性物业的账面价值，资产重估值得期待。

■ **投资建议:** 预计公司 2019-2021 年的营业收入分比为 3.50 亿元、5.52 亿元和 7.45 亿元，同比增速分别为 44.75%、57.58%和 35.00%；归属于母公司股东净利润分别为 0.40 亿元、1.12 亿元和 1.55 亿元，同比增速分别为-140.32%、184.63%和 37.77%。EPS 分别为 0.08 元、0.23 元和 0.31 元，对应的 PE 分别为 81.3 倍、28.6 倍和 20.7 倍，PB 分别为 1.5、1.4 和 1.3。公司有望迎来经营性拐点，业绩释放有望加速。公司积极筹备新校，有望打开公司成长空间。公司资产重估价值高，资产处理值得期待。公司是以国际学校为核心业务的教育类上市公司，背靠海淀国资委，能够有效整合教育资源实现快速办学，具有良好的成长空间。维持公司的“买入-A”评级，目标价 11.75 元。

■ **风险提示:** 教育政策变动、招生不及预期、学费增长乏力等风险。

| (百万元)    | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入     | 620.2 | 241.8 | 350.0 | 551.5 | 744.6 |
| 净利润      | 23.3  | -98.0 | 39.5  | 112.4 | 154.9 |
| 每股收益(元)  | 0.05  | -0.20 | 0.08  | 0.23  | 0.31  |
| 每股净资产(元) | 4.42  | 4.22  | 4.30  | 4.53  | 4.84  |

| 盈利和估值  | 2017  | 2018   | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 138.0 | -32.8  | 81.3  | 28.6  | 20.7  |
| 市净率(倍) | 1.5   | 1.5    | 1.5   | 1.4   | 1.3   |
| 净利润率   | 3.8%  | -40.5% | 11.3% | 20.4% | 20.8% |
| 净资产收益率 | 1.1%  | -4.7%  | 1.8%  | 5.0%  | 6.4%  |
| 股息收益率  | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| ROIC   | 1.6%  | -3.3%  | 0.5%  | 5.8%  | 7.9%  |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |         |         |         |         | 财务指标         |         |         |         |         |        |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| (百万元)        | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   | (百万元)        | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E  |
| <b>营业收入</b>  | 620.2   | 241.8   | 350.0   | 551.5   | 744.6   | <b>成长性</b>   |         |         |         |         |        |
| 减:营业成本       | 593.0   | 258.1   | 227.5   | 325.4   | 422.9   | 营业收入增长率      | 92.2%   | -61.0%  | 44.75%  | 57.58%  | 35.00% |
| 营业税费         | 4.0     | 4.1     | 4.5     | 6.6     | 8.9     | 营业利润增长率      | -149.9% | -303.1% | -82.0%  | -739.0% | 43.0%  |
| 销售费用         | 10.0    | 9.8     | 6.3     | 8.8     | 11.9    | 净利润增长率       | -124.2% | -521.1% | -140.32 | 184.63% | 37.77% |
| 管理费用         | 69.9    | 55.7    | 45.5    | 66.2    | 89.3    | EBITDA 增长率   | -365.0% | -109.6% | -704.0% | 172.0%  | 15.0%  |
| 财务费用         | 34.9    | 33.3    | 35.2    | 38.8    | 18.6    | EBIT 增长率     | -195.1% | -192.2% | -116.5% | 1126.2% | 21.8%  |
| 资产减值损失       | -1.6    | 0.4     | 53.0    | 1.0     | 2.2     | NOPLAT 增长率   | -145.9% | -292.1% | -114.7% | 1213.8% | 21.8%  |
| 加:公允价值变动收益   | -       | -       | -       | -       | -       | 投资资本增长率      | -6.1%   | 1.4%    | 7.3%    | -10.2%  | -7.4%  |
| 投资和汇兑收益      | 147.8   | 0.8     | 1.0     | 30.0    | 2.0     | 净资产增长率       | -11.2%  | -4.3%   | 1.7%    | 4.7%    | 6.3%   |
| <b>营业利润</b>  | 57.7    | -117.2  | -21.1   | 134.7   | 192.6   | <b>利润率</b>   |         |         |         |         |        |
| 加:营业外净收支     | -6.2    | -0.2    | 71.0    | -0.6    | -4.0    | 毛利率          | 4.4%    | -6.8%   | 35.0%   | 41.0%   | 43.2%  |
| <b>利润总额</b>  | 51.5    | -117.4  | 49.9    | 134.1   | 188.6   | 营业利润率        | 9.3%    | -48.5%  | -6.0%   | 24.4%   | 25.9%  |
| 减:所得税        | 31.9    | -22.8   | 15.0    | 33.5    | 47.2    | 净利润率         | 3.8%    | -40.5%  | 11.3%   | 20.4%   | 20.8%  |
| <b>净利润</b>   | 23.3    | -98.0   | 39.5    | 112.4   | 154.9   | EBITDA/营业收入  | 25.8%   | -6.3%   | 26.5%   | 45.7%   | 38.9%  |
|              |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入    | 14.9%   | -35.4%  | 4.0%    | 31.5%   | 28.4%  |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         | <b>运营效率</b>  |         |         |         |         |        |
|              | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 固定资产周转天数     | 504     | 1,957   | 1,244   | 748     | 524    |
| 货币资金         | 165.1   | 496.7   | 140.0   | 275.8   | 297.8   | 流动营业资本周转天数   | -31     | -604    | -186    | -89     | -121   |
| 交易性金融资产      | -       | -       | -       | -       | -       | 流动资产周转天数     | 566     | 743     | 599     | 363     | 307    |
| 应收账款         | 1.7     | 6.5     | 1.8     | 7.4     | 5.0     | 应收账款周转天数     | 119     | 6       | 4       | 3       | 3      |
| 应收票据         | -       | -       | -       | -       | -       | 存货周转天数       | 115     | 0       | 20      | 32      | 31     |
| 预付账款         | 0.1     | 7.4     | 10.9    | 6.3     | 12.5    | 总资产周转天数      | 2,015   | 5,177   | 3,743   | 2,278   | 1,672  |
| 存货           | 0.1     | 0.1     | 37.8    | 61.6    | 67.6    | 投资资本周转天数     | 1,229   | 3,073   | 2,215   | 1,382   | 933    |
| 其他流动资产       | 143.8   | 177.4   | 285.8   | 285.0   | 249.4   | <b>投资回报率</b> |         |         |         |         |        |
| 可供出售金融资产     | -       | -       | -       | -       | -       | ROE          | 1.1%    | -4.7%   | 1.8%    | 5.0%    | 6.4%   |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | -       | ROA          | 0.6%    | -2.5%   | 1.0%    | 2.9%    | 4.2%   |
| 长期股权投资       | 0.2     | -       | -       | -       | -       | ROIC         | 1.6%    | -3.3%   | 0.5%    | 5.8%    | 7.9%   |
| 投资性房地产       | -       | 318.2   | 318.2   | 318.2   | 318.2   | <b>费用率</b>   |         |         |         |         |        |
| 固定资产         | 1,387.3 | 1,241.0 | 1,177.9 | 1,114.9 | 1,051.8 | 销售费用率        | 1.6%    | 4.0%    | 1.8%    | 1.6%    | 1.6%   |
| 在建工程         | -       | -       | -       | -       | -       | 管理费用率        | 11.3%   | 23.0%   | 13.0%   | 12.0%   | 12.0%  |
| 无形资产         | 956.2   | 925.5   | 910.1   | 894.7   | 879.2   | 财务费用率        | 5.6%    | 13.8%   | 10.1%   | 7.0%    | 2.5%   |
| 其他非流动资产      | 490.7   | 636.0   | 586.7   | 547.5   | 521.8   | 三费/营业收入      | 18.5%   | 40.8%   | 24.9%   | 20.6%   | 16.1%  |
| <b>资产总额</b>  | 3,145.0 | 3,808.8 | 3,469.3 | 3,511.3 | 3,403.5 | <b>偿债能力</b>  |         |         |         |         |        |
| 短期债务         | 280.0   | 199.0   | 190.8   | 261.4   | 272.7   | 资产负债率        | 29.7%   | 44.5%   | 38.0%   | 35.9%   | 29.7%  |
| 应付账款         | 438.3   | 298.5   | 17.5    | 398.3   | 130.3   | 负债权益比        | 42.2%   | 80.1%   | 61.3%   | 56.0%   | 42.2%  |
| 应付票据         | 74.8    | -       | 88.5    | 1.9     | 103.8   | 流动比率         | 0.33    | 0.98    | 0.79    | 0.75    | 0.70   |
| 其他流动负债       | 140.8   | 206.2   | 304.9   | 184.8   | 396.6   | 速动比率         | 0.33    | 0.98    | 0.73    | 0.68    | 0.63   |
| 长期借款         | -       | 990.0   | 665.9   | 396.6   | 84.2    | 利息保障倍数       | 2.66    | -2.57   | 0.40    | 4.47    | 11.34  |
| 其他非流动负债      | -       | -       | 51.2    | 17.1    | 22.7    | <b>分红指标</b>  |         |         |         |         |        |
| <b>负债总额</b>  | 934.0   | 1,693.7 | 1,318.7 | 1,260.1 | 1,010.4 | DPS(元)       | -       | -       | -       | -       | -      |
| 少数股东权益       | 7.4     | 8.7     | 4.3     | -7.3    | -20.4   | 分红比率         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   |
| 股本           | 498.6   | 498.6   | 498.6   | 498.6   | 498.6   | 股息收益率        | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%   |
| 留存收益         | 1,705.5 | 1,608.1 | 1,647.6 | 1,760.0 | 1,914.9 |              |         |         |         |         |        |
| <b>股东权益</b>  | 2,211.1 | 2,115.1 | 2,150.5 | 2,251.3 | 2,393.0 |              |         |         |         |         |        |

## 现金流量表

|                   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 业绩和估值指标   |       |         |         |       |         |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|---------|---------|-------|---------|
|                   | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2017      | 2018  | 2019E   | 2020E   | 2021E |         |
| 净利润               | 19.6   | -94.5  | 39.5   | 112.4  | 154.9  | EPS(元)    | 0.05  | -0.20   | 0.08    | 0.23  | 0.31    |
| 加:折旧和摊销           | 83.6   | 98.3   | 78.5   | 78.5   | 78.5   | BVPS(元)   | 4.42  | 4.22    | 4.30    | 4.53  | 4.84    |
| 资产减值准备            | -1.6   | 0.4    | 53.0   | 1.0    | 2.2    | PE(X)     | 138.0 | -32.8   | 81.3    | 28.6  | 20.7    |
| 公允价值变动损失          | -      | -      | -      | -      | -      | PB(X)     | 1.5   | 1.5     | 1.5     | 1.4   | 1.3     |
| 财务费用              | 34.5   | 33.1   | 35.2   | 38.8   | 18.6   | P/FCF     | 22.7  | 4.0     | -8.0    | 29.7  | 338.4   |
| 投资损失              | -147.8 | -0.8   | -1.0   | -30.0  | -2.0   | P/S       | 5.2   | 13.3    | 9.2     | 5.8   | 4.3     |
| 少数股东损益            | -3.7   | 3.4    | -4.5   | -11.9  | -13.4  | EV/EBITDA | 38.2  | -270.9  | 35.6    | 11.7  | 9.2     |
| 营运资金的变动           | 495.6  | -107.2 | -234.3 | 186.2  | 93.7   | CAGR(%)   | 72.5% | -214.4% | -170.5% | 72.5% | -214.4% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | -180.0 | 0.5    | -33.6  | 375.0  | 332.5  | PEG       | 1.9   | 0.2     | -0.5    | 0.4   | -0.1    |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -225.4 | -551.4 | 1.0    | 30.0   | 2.0    | ROIC/WACC | 0.2   | -0.4    | 0.1     | 0.7   | 0.9     |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 368.3  | 919.0  | -324.1 | -269.3 | -312.4 | REP       | 16.6  | -5.4    | 27.8    | 2.3   | 1.6     |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

苏多永声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |       |               |                           |                           |
|-------|-------|---------------|---------------------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 朱贤    | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |                           |
|       | 李栋    | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |                           |
|       | 侯海霞   | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |                           |
|       | 潘艳    | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |                           |
|       | 刘恭懿   | 021-35082961  | liugy@essence.com.cn      |                           |
|       | 苏梦    | 021-35082790  | sumeng@essence.com.cn     |                           |
|       | 孙红    | 18221132911   | sunhong1@essence.com.cn   |                           |
|       | 秦紫涵   | 021-35082799  | qinzh1@essence.com.cn     |                           |
|       | 王银银   | 021-35082985  | wangyy4@essence.com.cn    |                           |
|       | 陈盈怡   | 021-35082737  | chenyy6@essence.com.cn    |                           |
|       | 北京联系人 | 温鹏            | 010-83321350              | wenpeng@essence.com.cn    |
|       |       | 姜东亚           | 010-83321351              | jiangdy@essence.com.cn    |
|       |       | 张莹            | 010-83321366              | zhangying1@essence.com.cn |
| 李倩    |       | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |                           |
| 姜雪    |       | 010-59113596  | jiangxue1@essence.com.cn  |                           |
| 王帅    |       | 010-83321351  | wangshuai1@essence.com.cn |                           |
| 曹琰    |       | 15810388900   | caoyan1@essence.com.cn    |                           |
| 夏坤    |       | 15210845461   | xiakun@essence.com.cn     |                           |
| 张杨    |       | 15801879050   | zhangyang4@essence.com.cn |                           |
| 深圳联系人 |       | 胡珍            | 0755-82528441             | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群   | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn      |                           |
|       | 巢莫雯   | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn     |                           |
|       | 聂欣    | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn    |                           |
|       | 黎欢    | 0755-23984253 | lihuan@essence.com.cn     |                           |
|       | 黄秋琪   | 0755-23987069 | huangqq@essence.com.cn    |                           |
|       | 杨萍    | 13723434033   | yangping1@essence.com.cn  |                           |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034